

|| 企業調査レポート ||

# ダイナムジャパンホールディングス

HK06889 香港証券取引所

2018年12月25日(火)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. ローコストオペレーションの強みを活かして営業利益の前年同期比 40% 増を達成	01
2. 中長期の成長戦略は不変。店舗、オペレーション、財務等あらゆる方面で備えを強化	01
3. 新規事業として航空機リース事業への参入を発表	01
■ 会社概要	02
1. 沿革	02
2. ダイナムジャパンホールディングスグループの特長と強み	03
■ 業績動向	07
■ 中期成長戦略と取り組み状況	09
1. パチンコホールの事業環境	09
2. 成長戦略と取り組み状況の概要	11
3. 機械費低減の取り組みの状況	12
4. 将来に向けた取り組み	13
5. 新規事業：航空機リース事業への参入	14
■ 今後の見通し	15
● 2019年3月期通期業績の考え方	15
■ 株主還元	18
■ CSR/ESGの取り組み状況	19
1. CSRと長期的企業価値向上への取り組み	19
2. ESG対応の状況	20
■ 情報セキュリティ	21

## ■ 要約

### ローコストオペレーションの徹底で営業増益を達成。 新規事業として航空機リース事業への参入を発表

ダイナムジャパンホールディングス<HK06889>は、店舗数で第1位の日本最大級のパチンコホール運営企業。チェーンストア理論に基づいて練り上げられてきたローコストオペレーションに強みと特長がある。また、顧客第一主義や情報開示、コンプライアンス経営の徹底など、質の高い経営を実践し、業界初の株式上場を果たしたパイオニア企業でもある。

#### 1. ローコストオペレーションの強みを生かして営業利益の前年同期比40%増を達成

同社の2019年3月期第2四半期は、営業収入73,583百万円(前年同期比4.7%減)、営業利益12,268百万円(同40.7%増)と減収ながら大幅増益で着地した。厳しい経営環境が続くなか、同社は中期的な視点に立って経営基盤の強化に取り組んでいる。具体的には、売上拡大策では低貸玉営業や射幸性に頼らない顧客目線での店づくりであり、運営面ではローコストオペレーションの徹底だ。営業収入は結果的には前年同期比減収となったが総体的にその幅は小さく、営業利益においては機械費を初めとして各種費用の低減に努め、前年同期比40%増益を達成した。

#### 2. 中長期の成長戦略は不変。店舗、オペレーション、財務等あらゆる方面で備えを強化

同社の中長期の成長戦略は店舗数の拡大と既存店の客数増加の2つの軸で構成されている。この基本戦略は不変であるが、事業環境の厳しさは依然として継続しているため「攻め」よりも「守り」を固めることに注力している。2019年3月期第2四半期は、営業面では店舗拡大よりも低貸玉営業の強化と地域ごとの販促策を地道に推進し、来店客数増加に努めた。経費面では2018年2月に施行された新出玉規制を念頭に、遊技機の効率的使用に注力し、新台購入数の削減やPB機利用拡大などを通じて機械費の大幅な削減を行った。さらに財務面では、店舗更新投資を着実に継続する一方で借入金の返済も進め、現預金の増加と合わせて将来への備えを一段と充実させている。

#### 3. 新規事業として航空機リース事業への参入を発表

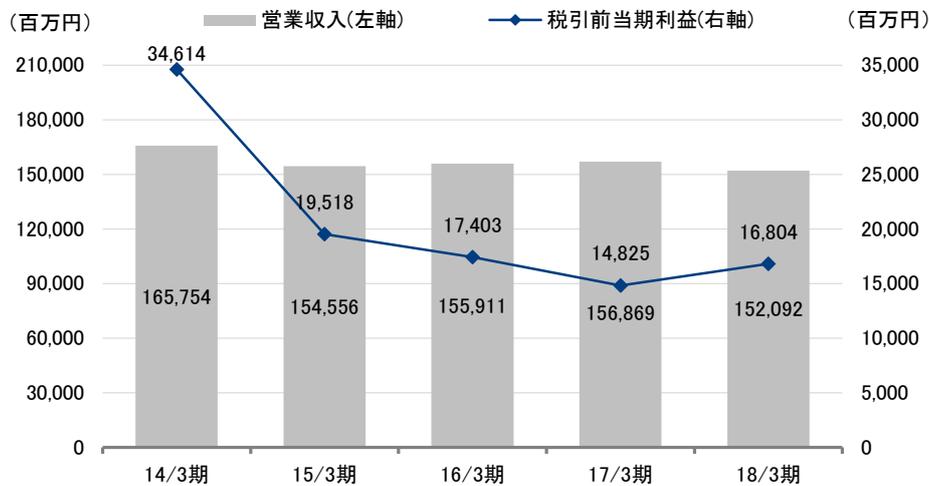
同社は新規事業として航空機リース事業への参入を発表した。世界の航空旅客数の伸びが続いているのは良く知られたところだ。航空機リース業界はこうした現状を背景に成長が続いており、同社は新規事業として参入を決定した。ビジネスモデルは、流動性が高い“ナローボディ”と呼ばれる中型機を中古で購入してリースを行うことが基本となっている。今後3年間で20機程度を購入することを当面の目標としている。航空機リース事業は同社にとっては初めての取り組みであるが、外部アドバイザーの活用や人材の外部登用、ターゲット市場の絞り込みなどを通じてリスク軽減を図り、早期の安定経営実現を目指す方針だ。

## 要約

## Key Points

- ・店舗網拡大による成長戦略は不変。2021年1月末の新規則対応機への全面更新に向けて体制整備に努める
- ・PB機の共同開発体制と新分析モデルの構築、顧客から支持される遊技機購入による利益最大化の実現に挑む
- ・航空機リース事業への参入を発表

## 業績の推移



出所：決算概況資料よりフィスコ作成

## 会社概要

### 「チェーンストア理論」に基づき革新的な施策を実行しながら業容拡大し、業界初の株式上場を達成

#### 1. 沿革

同社は1967年に、現取締役相談役である佐藤洋治(さとうようじ)氏の父、佐藤洋平(さとうようへい)氏により、佐和商事株式会社として設立された。1970年に創業者が亡くなったため、当時は(株)ダイエーに勤務していた長男の佐藤洋治氏が24歳で事業を継ぎ、業容を拡大させてきた。

**ダイナムジャパンホールディングス** | 2018年12月25日(火)  
 HK06889 香港証券取引所 | <https://www.dynj.co.jp/ir/index.html>

## 会社概要

同社は大学生の新卒採用、郊外型店舗・ローコスト店舗の開店、労働組合結成、低貸玉営業の全国展開など、パチンコホール業界における新しい取り組みを同業他社に先駆けて行ってきた。同社が先進的な企業文化を持つに至ったのは佐藤洋治氏のリーダーシップによるところが大きい。同氏は日本に入ってきて日が浅かった「チェーンストア理論」に感銘を受け、ダイエーに入社した。その後、同社を創業した父の死を受けて同社の経営を行ってきたが、その間、一貫してチェーンストア理論をパチンコホールの経営に応用して業容拡大を図ってきた。同社の大きな強みであるローコストオペレーションもチェーンストア理論に基づくものだ。

チェーンストア理論に学んだ同氏の合理的な考え方は企業文化として同社に根付き、同社を業界の中のトップ企業に押し上げる原動力となった。また、経営理念において顧客第一主義や情報開示、コンプライアンス経営など現代の企業経営で最も重要とされる要素を、かなり早期から取り入れることへとつながり、2012年8月の香港証券取引所への上場を実現する大きな原動力としても働いた。

## 沿革表

年月	沿革
1967年 7月	佐和商事(株)設立(亀有店、金町店開店)
1987年11月	社名を株式会社ダイナムに変更
1989年 4月	新卒の第1期生が入社
1993年10月	チェーンストア研究機関「ベガサスクラブ」加盟
1994年 8月	木造ローコスト標準店1号店を北海道・江別に開店
1997年 7月	第1回決算アナリスト説明会開催
1998年 4月	パチンコホール業界初の労働組合「ダイナムユニオン」結成
2006年12月	江別店で初の低貸玉営業(パチンコ2円、スロット10円)開始
2006年12月	株式会社ダイナムホールディングスを設立
2011年 9月	ダイナムホールディングスより新設分割して、株式会社ダイナムジャパンホールディングスを設立
2012年 8月	同社が香港証券取引所に株式上場
2013年 1月	香港現地法人 Dynam Hong Kong Co., Limited 設立
2013年 6月	マカオ・レジェンドに3,500万米ドルを投資することを発表
2013年10月	IGGに1,500万米ドル投資することを発表
2015年11月	夢コーポレーション株式会社をグループ化
2018年12月	航空機リース事業への参入を発表

出所：ホームページ、有価証券報告書よりフィスコ作成

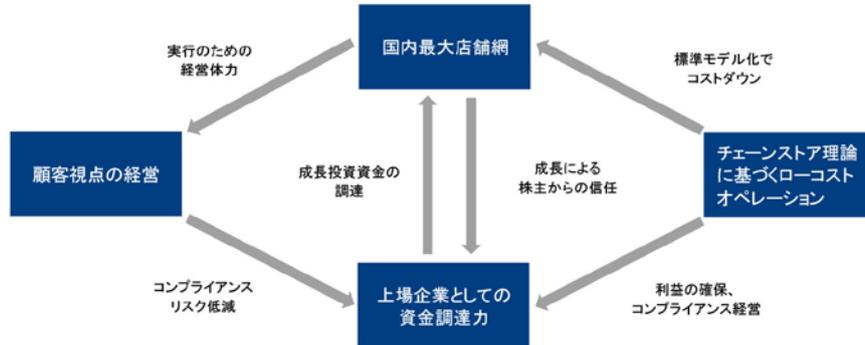
## 4つの強みを生かして強固な経営基盤を確立し、他社との差別化を実現

### 2. ダイナムジャパンホールディングスグループの特長と強み

同社の様々な特長・強みの中で、弊社では1)国内トップの店舗数、2)ローコストオペレーション、3)顧客視点の経営、4)資金調達力の4点に注目している。ポイントはそれぞれの強みが互いにつながっていることだ。すなわち、他社が同社と同じ強さを実現するのは容易ではないということだ。

会社概要

ダイナムジャパンホールディングスグループの4つの強みの関係



出所：ヒアリングよりフィスコ作成

(1) 国内トップの450店舗を擁していること

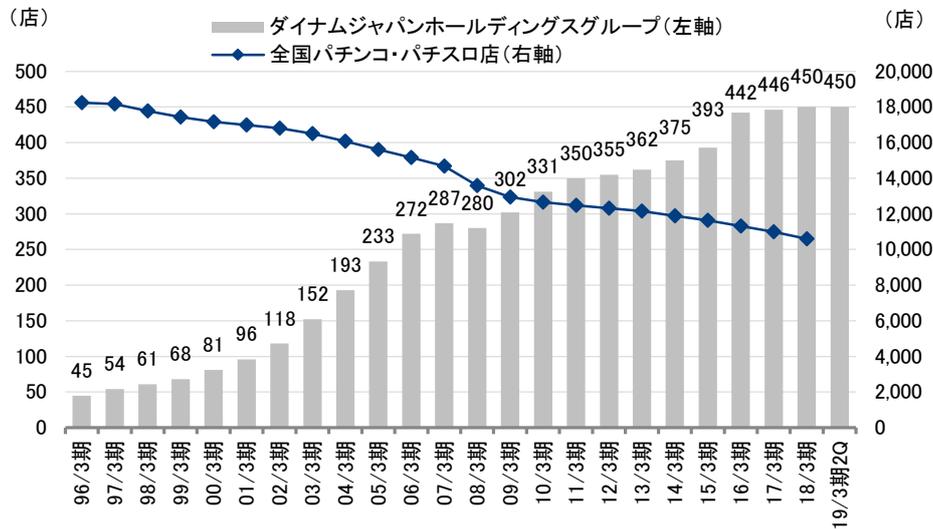
同社はグループの店舗数が450店舗（2018年9月末現在）と国内トップを誇る。国内シェアは店舗数ベースで4.3%、遊技機の設置台数ベースでは4.7%となる。

店舗数が多いことは、いわゆる規模の利益（スケールメリット）の獲得につながる。スケールメリットは、店舗の新規出店、改装、遊技機の購入、景品の仕入れ、物流など様々な面に及ぶ。なかでも重要なのは遊技機の購入だ。店舗数が多いことはパチンコ・パチスロ機の保有台数も当然多くなり、遊技機メーカーに対するバイイングパワー（価格交渉力）が強まることになる。また、同社はPB（プライベートブランド）機の開発・導入や、遊技機の社内流通拡大による誘客・コストダウンにも注力しているが、これも店舗数が多い同社ならではの施策と言える。

同社が2015年11月にグループ化した夢コーポレーション（株）を例にとると、同社グループに入った後、遊技機購入、物流、金融費用などの各項目で総額約7億円の費用を削減した（年度換算ベース）。これは夢コーポレーションの総費用の12%に相当する水準だ。

## 会社概要

## グループ店舗数の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## (2) チェーンストア理論に基づくローコストオペレーション

ローコストオペレーションは同社の競争力の源泉であり、成長戦略を含めたすべての施策を実現し、かつ有効ならしめる裏付けとなっているというのが弊社の理解だ。

同社のローコストオペレーションの背景には、チェーンストア理論が理論的裏付けとして存在している。パチンコホール事業の2大経費は人件費と機械費であるが、その直接的な費用の削減だけでなく、少ない従業員数でのオペレーションを可能にする店舗設計や店舗運営システム（一例として“各台計数機”）の導入、新規出店の標準化など、様々な面にチェーンストア理論が生かされ、同社グループ全体としてのローコスト化につながっている。

前述のように同社は国内トップの450店舗を誇る。これは積極的な多店舗展開策の結果に他ならないが、それを可能ならしめたのもローコストオペレーションのノウハウだ。そこで店舗数増大⇒スケールメリットによるコスト削減という好循環が生まれて、現状の地位があるものと弊社では分析している。また、後述する顧客視点に立った経営も、ローコストオペレーションがあるからこそ実現できていると考えている。

同社がチェーンストア理論を経営に活用するに至った経緯は沿革で述べたとおりだ。同社はまた、志を同じくする同業者と、業界団体「パチンコ・チェーンストア協会（PCSA）」を設立し、チェーンストア理論をパチンコホールの経営に生かす研究を重ねている。またPCSAの活動は、同業他社の経営基盤の強化に貢献しただけでなく、夢コーポレーションのグループ化という形で同社の業容拡大にも貢献した。

## (3) 顧客視点に立った経営の実践

同社は5つの経営方針の1つに“顧客第一主義”を掲げ、現に実践している。同様の経営方針を掲げる同業他社はあっても、それを実践できているところは少ないと思われる、同社の特長の1つと弊社では考えている。

#### 会社概要

同社の様々な経営施策のうちで“低貸玉営業”と、“射幸性に頼らない営業”の2つを特に弊社では評価している。これらは同社の経営方針や成長戦略を理解する上でのキーワードでもある。

##### a) 低貸玉営業

貸玉料（パチンコは玉を借りて遊ぶという形態となっており、その料金）を通常の4円より安い、1円もしくは2円に引き下げた営業形態のことだ。同じ料金でも客はより多くの玉を借りることができ、それだけ長く遊ぶことが可能になる。2018年9月末時点では同社のパチンコ機の71.7%（業界全体47.4%）、パチスロ機の56.9%（業界全体22.7%）が低貸玉機となっており、業界平均を大きく上回っている。

低貸玉営業店舗は高貸玉営業店舗に比べて集客力があることは明白にデータに現れている。しかしこの戦略を採用するには、相応の企業体力が必要だ。低貸玉店舗は、高貸玉店舗よりも営業収入が低いのに対して営業費用はそれほど差がないので、利益率が低くなってしまったためだ。それをカバーする方策の1つが店舗数拡大による成長であり、同社はまさにそれを実践してきた。

##### b) 射幸性に頼らない営業

文字どおり、射幸性の高い機種を集客の中心的な戦略とはしないということだ。パチンコ機には大当たりの確率が高いものから低いものまで様々な種類がある。確率が低い機種ほど大当たりした場合の出玉数が多く、コアなパチンコファンほどそうした射幸性の高い機種を好む傾向がある。したがってパチンコホールも低確率機種（すなわち高射幸性機種）の構成比を高めた店づくりをして集客を行っているところが多い。

しかしながら、2017年3月期にこの射幸性に規制が入り、確率の最低ラインが1/400から1/320へと引き上げられ、1/400機種は2016年12月までに撤去された。射幸性に対する規制の背景には依存問題対策があり、2018年2月にも新規則が施行された。射幸性を売り物に集客するというパチンコホールの経営スタイルは成り立たなくなりつつあるのが現状だ。

これに対して同社は、高射幸性機の割合が業界平均に比べて低く、反対に最も射幸性の低い確率1/100タイプの構成比が業界平均よりも20%も高い構成となっている。射幸性規制の強化の影響は同社も避けられないが、従来から射幸性に頼らない営業を目指してきた同社にとってマイナス影響が軽微であると弊社では考えている。

#### (4) 上場企業の強みを生かした資金調達力

同社は2012年にパチンコホール業界で初めて香港証券取引所に株式を上場した。約3,200社のパチンコホール企業の中で株式を上場しているのは同社を含めて2018年9月末現在3社だけだ。今後予想される業界再編において、買い手となれるかどうかの重要な条件の1つが資金調達力であることは議論の余地はないだろう。同社は2015年11月の夢コーポレーションのグループ化で、上場企業としての強みを生かし、全株式を株式交換により取得した。M&Aに限らず店舗投資や新事業展開などで潜在的資金需要は旺盛で、上場企業であることのメリットは非常に大きく働くと考えられる。

## 業績動向

### 経費の効率的使用に努め、営業利益の大幅増益を達成

同社の2019年3月期第2四半期決算は、営業収入73,583百万円（前年同期比4.7%減）、営業利益12,268百万円（同40.7%増）、税引前中間利益12,411百万円（同47.6%増）、親会社の所有者に帰属する中間利益8,340百万円（同53.6%増）と減収ながら大幅増益で着地した。半期ベースとしては2018年3月期上期（第2四半期累計期間）から3半期連続で営業利益の前年同期比増益が続いている。

#### 2019年3月期第2四半期決算の概要

（単位：百万円）

	18/3期	19/3期		
	2Q累計	2Q累計	前年同期比	増減額
貸玉収入	397,127	386,840	-2.6%	-10,287
景品出庫額	319,916	313,257	-2.1%	-6,659
営業収入	77,211	73,583	-4.7%	-3,628
費用合計	68,489	61,315	-10.5%	-7,174
営業利益	8,722	12,268	40.7%	3,546
税引前中間利益	8,406	12,411	47.6%	4,005
親会社の所有者に帰属する 中間利益	5,430	8,340	53.6%	2,910
EBITDA	14,783	18,049	22.1%	3,266

出所：決算概況よりフィスコ作成

パチンコ業界では射幸性に関して2018年2月1日から出玉率及び出玉数についての新たな規則が施行された。大まかな内容は、1) 出玉率の上限を現行の約3分の2に規制、2) 大当たり1回当たりの出玉数が現行の約3分の2に規制、というものだ。ただし、新規導入から3年間は移行期間という位置付けで、従来の出玉基準のパチンコ機であっても認定を取得すれば最大3年間（2021年1月末まで）使用を継続できることになっている。したがって2019年3月期は新規対応のパチンコ機（以下、「新規対応機」と旧規則のパチンコ機（以下、「旧規則対応機」）が併存するという状況下にあった。

こうした新規規則のもとでスタートした第2四半期は、グロスの売上高に当たる貸玉収入は386,840百万円（前年同期比2.6%減）となった。店頭には旧規則対応機が依然として並んでいるものの、前期の大当たり確率の引き下げに続いて出玉規制が施行されたことは、コアなパチンコ客を始めとするパチンコファンに少なからず影響を与えたと考えられる。同社はこうした状況にあって、低貸玉営業の強化や店舗ごとの地域性を踏まえた集客施策を実施し、既存客の来店回数増加と新規顧客獲得に努めた。パチンコ稼働のデータなどからは同業他社に比して同社の落ち込みは相対的に軽微と推察されるものの、前年同期比では減収となった。貸玉収入の減少に呼応して景品出庫額も前年同期比2.1%減少したが、最終的に営業収入は前年同期比4.7%（3,628百万円）の減収となった。

**ダイナムジャパンホールディングス** | 2018年12月25日(火)  
 HK06889 香港証券取引所 | <https://www.dynj.co.jp/ir/index.html>

## 業績動向

一方費用面では、費用合計（店舗営業費用、一般管理費、その他収入・その他費用のネット値の合計）が61,315百万円と、前年同期比で10.5%（7,174百万円）減少した。項目別内訳は、店舗営業費用が7,254百万円減少し、営業費用全体の減少をほぼ説明する形となっている。店舗営業費用減少の中身では、機械費用の減少が最も大きく減少額の90%超を占めた。機械費用の減少の要因は、旧規則に対応した新台の購入抑制と、同社が従来から注力するPB（プライベートブランド）機の導入促進だ。以上の結果、営業収入の減少分を費用合計の減少が上回り、営業利益は前年同期比40.7%（3,546百万円）の増益となった。

店舗については、第2四半期は（株）ダイナムで1店舗の新規出店を行ったが、夢コーポレーションで1店舗閉鎖したため、ダイナムグループの店舗数は450店で半年前から変化はない。また、業態転換については、高貸玉店舗から低貸玉店舗へ2店舗、低貸玉店舗から高貸玉店舗へ1店舗で実施した（いずれもダイナムが実施）。その結果総店舗数に占める低貸玉店舗数の割合は2018年9月末時点で60.2%となった。

## 2019年3月期第2四半期の店舗異動の状況

	期首店舗数	新規出店	閉店	業態転換	期末店舗数	
高貸玉業態	ダイナム	168		-1	167	
	キャビンプラザ	2			2	
	夢コーポレーション	10			10	
	高貸玉業態店合計	180	0	0	-1	179
低貸玉業態	ダイナム	237	1	1	239	
	キャビンプラザ	6			6	
	夢コーポレーション	27		-1	26	
	低貸玉業態店合計	270	1	-1	1	271
	グループ店舗合計	450	1	-1	0	450

出所：会社資料、取材等よりフィスコ作成

第2四半期は2018年3月期に引き続いて借入金の返済を進めた。第2四半期は前年同期比40%を超える大幅増益となり、減価償却等を戻したEBITDAは18,049百万円に達した。この資金使途を大まかに言うと、法人税等の支払いと設備投資（店舗更新投資、新規出店）にそれぞれ30億円を投資し、残りの120億円を配当金支払い、借入金返済、現預金積み増しに3等分した形となっている。結果的に2018年9月末の有利子負債残高は5,156百万円、現金及び預金の残高は44,921百万円となっている。

## 現金及び現金同等物と有利子負債の期末残高の推移

（単位：百万円）

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期2Q
EBITDA	30,494	28,469	29,524	18,049
新規出店数（グロス値、M&A含む）	53	5	6	1
（店舗純増数）	49	4	4	0
配当総額（年間）	10,055	9,192	9,192	4,596
現金及び預金期末残高	28,134	48,499	40,533	44,921
有利子負債期末残高	20,763	30,049	8,572	5,156
資産合計	189,184	205,115	184,971	187,315

出所：会社資料よりフィスコ作成

**ダイナムジャパンホールディングス** | 2018年12月25日(火)  
 HK06889 香港証券取引所 | <https://www.dynh.co.jp/ir/index.html>

## 業績動向

同社グループの基幹事業会社であるダイナムの経営状況は同社本体の業績動向の項で述べたところとほぼ重なる。営業収入は客数減と客単価の低下で前年同期比減収となった。それを機械費を中心に営業費用の削減でカバーし、営業利益の増益を達成した。

第2四半期においては、新規出店は1店舗だったが、高貸玉業態から低貸玉業態への業態変更を2店で実施したほか、店舗改装・リニューアルを例年どおりのペースで実施した。

KPI（重要経営評価指標）の数値では、パチンコとスロットの稼働率の数値が、第2四半期は前期（通期ベース）実績から若干改善したほか、競合店との比較では大きく上回った状況が継続している。機械費についてはPB機の導入による費用削減も着実に進めており、第2四半期末のPB機設置台数割合は5.8%となった。

## ダイナムの経営状況

（単位：百万円）

	18/3期2Q	19/3期2Q	前期比増減	摘要
営業収入	71,336	68,581	-2,755	パチンコ稼働率低下、高射幸性機撤去影響
営業利益	7,246	10,014	2,768	機械費を中心に費用削減で増益
経常利益	7,670	10,505	2,835	
当期利益	5,047	7,011	1,964	
主要 KPI（重要経営評価指標）				
店舗数	405	406	1	山形天童店
パチンコ稼働率	43.1%	43.3%	0.2%	競合店比 +10.7% ポイント
スロット稼働率	39.6%	39.9%	0.3%	競合店比 +6.3% ポイント
設置台数	186,898	187,667	769	設置台数シェア 4.2%
PB機設置台数	7,315	7,785	470	PB機割合 5.8%

注：主要 KPI の 18/3 期 2Q の欄の数値は 18/3 期末時点もしくは通期平均の数値  
 出所：会社資料よりフィスコ作成

## ■ 中期成長戦略と取り組み状況

### パチンコ市場規模が 20 兆円を割り込む。 射幸性規制が影響した可能性

#### 1. パチンコホールの事業環境

##### (1) 市場規模、店舗数の動き

2017年のパチンコ・パチスロの参加人口は前年比4.3%（40万人）減少の900万人となった。これを反映して、パチンコホールの市場規模（パチンコホールのグロス売上高に相当する“貸玉収入”の総額）も2017年は19兆5,400億円（前年比4.3%減）となり、20兆円を割り込んだ。

**ダイナムジャパンホールディングス** | 2018年12月25日(火)  
 HK06889 香港証券取引所 | <https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

中期成長戦略と取り組み状況

こうした市場の縮小は、パチンコホールの店舗数にも影響を与えている。警察庁のデータでは、2017年12月末時点の店舗数は10,596店となり、1年前から390店減少した。ここ数年は減少ペースが年間200～300店と落ち着いていたが、2017年はやや加速した形だ。

**(2) 規制の動き**

パチンコ・パチスロをめぐる政府が主導する“ギャンブル等の依存問題対策”の一環で規制強化の動きが続いてきた。具体的な規制のあり方は射幸性を引き下げることにより主眼が置かれている。射幸性はパチンコ・パチスロの魅力の1つであるため、ここへの規制強化はパチンコホールの経営にも大きな影響を与える。

2016年のパチンコ機の当たり確率の引き下げ※に続いて、2018年2月1日からは出玉率及び出玉数についての新たな規則が施行された。大まかな内容は、1) 出玉率の上限を現行の約3分の2に規制、2) 当たり1回当たりの出玉数が現行の約3分の2に規制、というものだ。

※ それまで最も射幸性が高い機種は当たり確率が1/400だったが、それが2016年末までに撤去され、当たり確率1/320の機種が射幸性が最も高い機種となった。これはパチンコをハイリスク・ハイリターンからミドルリスク・ミドルリターンに変えた規制強化と言える。

これらの規制の影響は非常に大きい。射幸性低下による集客への影響もさることながら、それ以上に影響が大きいのは、遊技機の入替が必要となることだ。機械費は店舗運営費の中で人件費と並んで最も構成比が高い部分であり、これが増加すると店舗収益は大きく圧迫されることになる。

ただし2018年2月の出玉規制については移行期間が設けられている。旧規則対応の遊技機であっても認定を取得すれば最大3年間（2021年1月末まで）使用を継続できる。認定取得に費用（1台当たり約1万円）がかかるものの、新規則によって直ちに設備投資（台の入替え）が発生するわけではなく、緩やかなペースで新規則対応機への移行が進むとみられる。

パチンコに関する射幸性規制の議論は2018年2月の規制で一旦終了し、今後はパチンコホール業界やパチンコ機械メーカーが徐々に対応を進めていくという段階に移っている。

**出玉規制の内容**

	現行規則	新規則
出玉上限	最大ラウンド：16R	最大ラウンド：10R
	最大払出出玉数：2,400個	最大払出出玉数：1,500個
実射試験	1時間：出玉率が3倍以下	1時間：出玉率が1/3倍以上2.2倍以下
	10時間：出玉率が1/2倍以上2倍以下	4時間：出玉率が2/5倍以上1.5倍以下
		10時間：出玉率が1/2倍以上4/3倍以下
設定	設定なし	パチスロ同様、設定を1～6段階設けることが可能

出所：会社資料よりフィスコ作成

パチスロについてもパチンコ同様、射幸性への規制が強化される流れにある。現在は、高射幸性の機種の設置割合について、現状の30%の基準から段階的に低下させ、2021年1月末までに0%にするという規制に取り組んでいる状況だ。これは業界団体の全日本遊技事業協同組合連合会の自主規制で、2015年6月に新基準に該当しない機種（いわゆる高射幸性機）の設置比率を2017年11月末までに30%以下にするという自主規制を定めた。これを受けて今後段階的に0%にしていくという自主規制が2018年4月に策定された。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーム）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

## 中期成長戦略と取り組み状況

## パチスロ機の高射幸性機の設置比率基準

期間	高射幸性機の設置割合
現在～2019年1月末※	30% ⇒ 15%以下
2019年2月～2020年1月末	15% ⇒ 5%以下
2020年2月～2021年1月末	5% ⇒ 0%

出所：取材等よりフィスコ作成

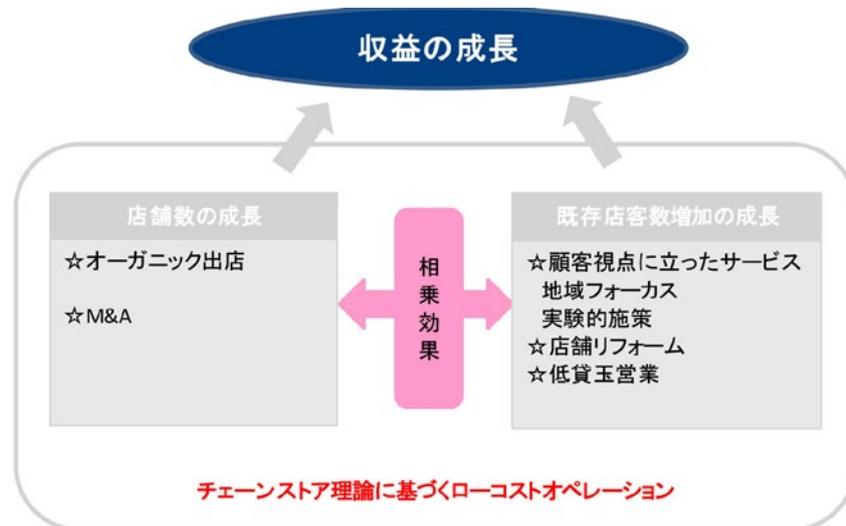
※但し、本期間については、新規則に準じた遊技機の販売・供給不足を主因とし、2018年11月、全日本遊技事業協同組合連合会にて対応延期が決議された。

## 店舗網拡大による成長を目指す方針は不変。 2021年1月末の新規則対応機への全面更新に向けて体制整備に努める

### 2. 成長戦略と取り組み状況の概要

同社の成長戦略は、従来からの店舗数の増大による成長という軸と、既存店の客数増加という軸の2つで構成されている。成長戦略として2つの軸の双方が同様に重要であることは言うまでもないが、業界を取り巻く事業環境や競合他社の状況に応じて、柔軟に成長戦略を使い分けていくことがポイントになると考えている（同社が店舗網を拡大する際の出店モデルの詳細や、既存店の客数増加のための取り組みの詳細は、過去のレポートに詳しい）。

## 店舗網拡大と既存店客数増加の2つの成長戦略のイメージ図



出所：会社資料よりフィスコ作成

店舗網拡大については、同社自身はアクセルとブレーキのどちらも特に踏んでいるわけではない。自社出店とM&Aの双方で、チェーンストア理論に基づいて同社が設定している基準にかなう案件が非常に少なく、結果的にここ数年、店舗数が横ばいで推移している状況だ。

しかしながら、こうした状況も2018年規制が完全適用になる2021年1月末には、新規対応機への全面更新が必要となり、多数のパチンコホール事業者が事業の継続・撤退の判断を迫られることになる。同社にとっては、2021年3月期までの3年間は、上記の成長戦略（特に店舗網及びシェアの拡大）実現のための助走期間という見方も可能だ。

こうした枠組みの中で2019年3月期第2四半期は、機械費の低減に取り組んだほか、将来に向けた中長期にわたる取り組みとして遊技機共同開発体制の構築や分析モデルの共同構築などをスタートさせた。

## 第2四半期は新台購入の抑制とPB機導入促進を実施し 機械費を大幅に削減

### 3. 機械費低減の取り組みの状況

前述のように、第2四半期は前年同期比大幅増益となったが、その原動力は機械費の減少だ。機械費は店舗営業費用の項目の中で人件費に次いで2番目に高い構成比となっており、この削減は業績への影響は非常に大きい。同社は2018年3月期においても機械費を前期から削減し、営業増益へとつなげた。第2四半期における機械費低減策の具体的な手法は、1) 新台の購入台数の削減と、2) PB機の導入による遊技機単価の低減、の2つだ。

機械費をめぐる動きを理解するカギは2018年2月に施行された出玉規制だ。前述のように、規制開始後も認定を受けることによって旧規則対応機を2021年1月末まで利用できるが、その後は全面的に新規対応機に移行することになる。その移行期間として、制度上は2019年3月期から2021年3月期までの3ヶ年が該当するが、2019年3月期は認定を受けた既存の旧規則対応機(約13.1万台)を戦略的に活用し、新台(とくに旧規則対応機)の購入を抑制した。

PB機の導入に関しては、第2四半期は約1,800台の導入を実施した。PB機の購入単価は、第2四半期ベースでは同等性能のNB(ナショナルブランド)機との比較で73%にまで引き下げられている。

さらに、機械費低減を側面からサポートする施策として、グループの全450店舗のビッグデータを活用する、専任の遊技機データ分析チームを立ち上げた。分析チームはデータ分析によってコストと集客力の観点で最適解を導き出し、機械費の削減に貢献した。

機械費低減は第2四半期において最大の増益要因となって収益に貢献したことは疑いない。しかしながら、今後については注意が必要だ。機械費低減の効果は下期には縮小し、2020年3月期には増加に転じる可能性が高いと弊社ではみている。これは前述の新出玉規制の導入に関連して、同社も既存の旧規則対応機の更新を迫られるためだ。同社が前期に認定を受けた旧規則対応機はグループ全体で約131,000台となっている。これを2年間に分ければ大まかに65,000台/年となる。この数値自体は2017年3月期までの同社と比べれば例年並みの水準だが、2018年3月期と2019年3月期は新台購入台数を絞り込んできているため、そこからの比較では機械費が増加に転じ、利益圧迫要因となる可能性が高いとみている。

## PB機の共同開発体制と新分析モデルの構築、 顧客から支持される遊技機購入による利益最大化の実現に挑む

### 4. 将来に向けた取り組み

前述のように、機械費は店舗営業費用の約4分の1を占め、人件費の次に割合が高い項目となっている。同社は中長期的視点からもその適正化に取り組んでいる。第2四半期においては以下のような取り組みを行った。

#### (1) 新たな共同開発体制による遊技機開発費の低減

機械費の適正化のなかでPB機への期待は大きい。PB機は遊技機単価の削減が図られる反面、知名度などの点で集客力においてNB機に見劣りがするというリスクをはらんでいる。そのため、これまでのPB機はNB機をベースにした仕様変更という構成が基本で抜本的なコスト削減や商品性の向上は実現できていなかった。

今般、基幹事業会社のダイナムと、開発会社、遊技機メーカーの3社共同開発体制による、効率的な開発スキームを導入した。ダイナムは設計段階から開発会社とコワーク（共同作業）し、部材コストや開発コスト引き下げに努める方針だ。長期的に取り組みを継続することで顧客ニーズに応じた遊技機が開発され、安定的な供給・設置が実現できれば同社が目標とするNB機比50%の価格水準の実現も視野に入ってくると期待される。

#### (2) 新たな遊技機選定・導入に関する分析モデルの共同構築

同社は第2四半期に専任の分析チームを設置したが、データ解析を行うための新たな分析モデルの開発にも乗り出している。これは外部の分析専門会社と提携し、新台購入判断モデル、中古機購入判断モデル、店舗間移動モデルの3つのモデルの実験運用を開始している。これらの実験を通じて各モデルの精度を高め、遊技機の投資効率の向上を目指す方針だ。

#### (3) 業界変動期への適応

旧規則対応機から新規則対応機への全面移行は、その費用負担の重さなどからパチンコホール業界に大変動をもたらす可能性があり、それを自社にとっての成長機会に転化することが同社の当面の最大目標だ。それに向けた準備として同社は、分析技術の最大活用によって集客の機会損失を防ぎ、顧客から支持される実績機を見極め、効率的な遊技機投資を実行して利益の最大化を目指している。

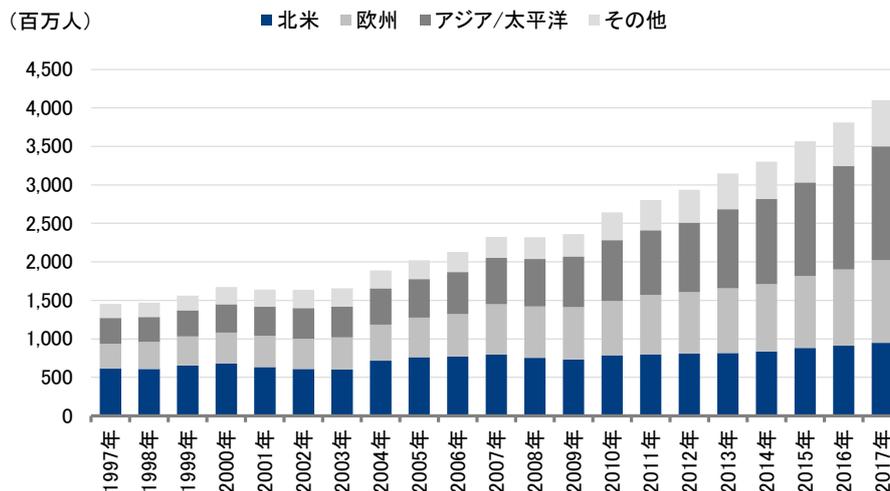
これら将来に向けた取り組みは第2四半期中にスタートしたこともあり、2020年3月期には効果が具現化してくると期待される。旧規則対応機の使用期限は2021年1月末だが、様々な点でリードタイム（準備期間）が必要となるため、業界変動も含めた様々な動きはかなり前倒しで進む可能性がある。そうしたなかで十分な効果を発揮できるよう、これらの取り組みもかなりのスピード感で進められるものと弊社ではみている。

## 航空機リース事業への参入を発表。 最量販機の中古機体で事業を展開しリスク低減を図る計画

### 5. 新規事業：航空機リース事業への参入

同社は新規事業として航空機リース事業へ参入することを発表した。グローバル化の進展や新興国の発展もあり、世界の旅客数は年々、その増加ペースが加速してきている。国際航空運送協会（IATA）によれば2017年の世界航空旅客数は約41億人に達した。2000年時点では16億7,200万人だったが、それを起点として2017年までの17年間に年平均5.4%で成長してきたことになる。直近10年に限れば年平均成長率は6.5%となっており、リーマンショック後から伸びが加速している状況にある。

世界の航空旅客数の推移



出所：国際航空運送協会（IATA）よりフィスコ作成

航空機リース業界は、米国のGEキャピタル・アビエーション・サービス（GECAS）とエアキャップ（AerCap）の2社を始めとするトップ10が世界の市場シェアの60%超を占め、上位20社で市場のほぼ100%を占める寡占市場となっている。これは新造機のリースの市場であるが、同社が参入するのは中古機を扱う市場で、世界の大手リース会社とは競合関係ではなく取引関係となる事業モデルだ。一般に航空機リースは7年～10年程度でリース期間が設定され、リース期間が終了すると航空会社がリースしていた機体を買取ることになる。航空会社は機体を自社所有するよりもリース形式で運用することを望むため新たなリース会社によるリース契約のまき直しというニーズが生まれる。そうした言わばセカンダリーのリース需要を狙うのが同社の基本的な事業モデルだ。航空機を購入する際、使用する航空会社がすでに紐付いているという構図であるため、事業リスクとしては低くなっている。

さらに事業リスクの低減を図るため、同社は購入対象機体を流動性が高い“ナローボディ”に絞り込む計画だ。具体的にはボーイング社の737型シリーズや、エアバス社のA321型、A320型、A319型で、座席数は125～180のクラスの機体となる。ボーイング737型機とエアバスA320はそれぞれの会社の最量販機種となっている。2017年現在の受注残においても、ボーイング社5,864機のうち4,668機を737型機が、エアバス社7,265機のうち4,009機をA320型機が、それぞれ占めており、同社が対象とする市場は十分に大きいと言える。

当面の事業計画では、2019年3月期中に同社の全額出資で子会社を設立し、事業を開始することになる。実質的には2020年3月期からの事業開始となるが3年間で20機の中古機体を購入してリース契約を締結していくことになる。その後も順次機体数を増やしていくとみられる。リース事業の収益モデルは、当初に機体購入費でキャッシュアウトが発生し、その後リース料でキャッシュインフローが入る。そしてリース期間終了時に当該機体を売却し、その段階で当該リース案件の損益が確定するという流れになる。こうした事情を踏まえると、毎年一定数のリース契約が期間満了を迎えるような形でリース契約を設定するのが理想だが、そうした体制の確立にはある程度時間を要すると考えられる。同社の今後3年間で20機の獲得という事業計画もそうした観点から出てきたものとみられる。

## ■ 今後の見通し

### 条件設定を厳しくした場合でも通期ベースでの営業増益は可能との試算結果

#### ● 2019年3月期通期業績の考え方

同社は業績見通しを公表していないため、弊社では一定の条件のもとで独自にシミュレーションを行った。

営業収入のベースとなる貸玉収入について、同社の2019年3月期第2四半期の実績は前年同期比2.6%の減少だった。期初において弊社は、業界全体では貸玉収入が4.3%減（過去10年間のパチンコ市場規模の年平均成長率を適用）となると想定し、同社については、基幹子会社であるダイナムのパチンコ稼働率が競合店舗を10ポイント上回っている点を考慮して2.3%減と想定した。この差を“想定どおり”と考えることも可能であろうが、弊社では慎重に見て、“事業環境はより厳しくなっている”と捉え、通期の貸玉収入を前期比3.5%減少と想定を変更した。これによると通期の貸玉収入は747,933百万円と試算される。

貸玉収入に対する営業収入の割合（粗利益率）は第2四半期の実績が19.0%であった。期初において弊社では2018年3月期実績（19.6%）よりも高い20.0%と想定したが、同社は顧客への還元を強めた形だ。第2四半期実績を踏まえ通期の粗利益率を19.2%と想定を変更した。この結果、通期の営業収入は143,603百万円（前期比5.6%減）と試算される。

**ダイナムジャパンホールディングス** | 2018年12月25日(火)  
 HK06889 香港証券取引所 | <https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

今後の見通し

**2019年3月期の営業収入のシミュレーション**

項目	金額	備考
同社の18/3期貸玉収入実績(百万円)	A 775,060	
19/3期業界平均の貸玉収入成長率予想	-4.3%	パチンコ市場規模(貸玉収入ベース)の2006年を起点に2016年までの10年間に年平均成長率
同社の19/3期貸玉収入成長率予想	B -3.5%	上期実績(-2.6%)を踏まえて見直し、通期では前期比3.5%減と想定
19/3期貸玉収入見込み	C = A × B 747,933	
同社の19/3期想定粗利益率	D 19.2%	粗利益率は貸玉収入に占める営業収入の割合。19/3期第2四半期実績(19.0%)を踏まえて通期では19.2%と想定
同社の19/3期予想営業収入	E = C × D 143,603	前年同期比5.6%の減少

出所：会社資料よりフィスコ作成

一方費用面では、第2四半期において機械費が大きく減少した結果、店舗営業費用が前年同期比10.4%の大幅減となり、一般管理費等を合わせた費用合計も同10.5%減少した。この機械費の大幅減少が下期も続くのかという点がポイントだ。第2四半期の機械費の減少は、前述のように新規対応機(新規対応機)のリリースが少なく旧規則対応機のリリースが中心だった要因が大きい。ここで旧規則対応機を購入しても2021年1月末までに入替しないと見えないためだ。しかしながら下期からは新規対応機の導入を徐々に進めていくのではないかと考えている。前述のように、同社の保有する遊技機台数を1年で入れ替えることはメーカー側の供給力や同社側の資金負担の面から難しいと考えられるためだ。下期は上期に比較して機械費を増額させ、店舗営業費用の前年同期比減少幅は3.0%に縮小すると仮定した。この結果、一般管理費等を合わせた下期の費用合計は同2.7%減の64,459百万円となり、通期ベースの費用合計は125,774百万円(前期比6.7%減)と試算される。

**2019年3月期の費用のシミュレーション**

(単位：百万円)

	18/3期			19/3期		
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期(予)	通期(予)
店舗営業費用	69,706	67,021	136,727	62,452	65,000	127,452
前年同期比	-3.8%	-3.8%	-3.8%	-10.4%	-3.0%	-6.8%
一般管理費	2,445	2,604	5,049	2,241	2,559	4,800
前年同期比	-9.2%	-11.1%	-10.2%	-8.3%	-1.7%	-4.9%
その他の収入(自販機手数料収入)	4,441	5,017	9,458	4,764	4,500	9,264
その他の費用	779	1,646	2,425	1,386	1,400	2,786
費用合計	68,489	66,254	134,743	61,315	64,459	125,774
前年同期比	-4.3%	-4.5%	-4.4%	-10.5%	-2.7%	-6.7%

出所：会社資料よりフィスコ作成

上記の営業収入及び費用合計の試算から、通期の営業利益は17,829百万円(前期比2.8%増)という数値が導かれる。この試算のポイントは、下期の貸玉収入、粗利益率、機械費を中心とした費用削減策のそれぞれにおいて、第2四半期実績よりも厳しく想定した場合でも営業増益を導くことができたということだ。すなわち、同社は2019年3月期の営業増益を実現する余裕があるということだ。

ダイナムジャパンホールディングス | 2018年12月25日(火)  
 HK06889 香港証券取引所 | <https://www.dyjh.co.jp/ir/index.html>

今後の見通し

損益計算書

(単位：百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期 2Q累計
営業収入	154,556	155,911	156,869	152,092	73,583
YOY	-6.8%	0.9%	0.6%	-3.0%	-4.7%
店舗営業費用	134,659	138,326	142,142	136,727	62,452
YOY	-0.9%	2.7%	2.8%	-3.8%	-10.4%
一般管理費	5,456	5,798	5,622	5,049	2,241
YOY	33.5%	6.3%	-3.0%	-10.2%	-8.3%
その他の収入	6,850	8,184	9,224	9,458	4,764
その他の費用	1,947	1,805	2,430	2,425	1,386
費用合計	135,212	137,745	140,970	134,743	61,315
YOY	0.9%	1.9%	2.3%	-4.4%	-10.5%
営業利益	19,344	18,166	15,899	17,349	12,268
YOY	-39.0%	-6.1%	-12.5%	9.1%	40.7%
金融収益	2,151	311	233	236	322
金融費用	1,977	1,074	1,307	781	179
税引前当期利益	19,518	17,403	14,825	16,804	12,411
YOY	-43.6%	-10.8%	-14.8%	13.3%	47.6%
税金費用	8,259	6,864	5,520	5,879	4,086
当期利益	11,259	10,539	9,305	10,925	8,325
YOY	-47.0%	-6.4%	-11.7%	17.4%	53.2%
親会社所有者に帰属する 当期利益	11,303	10,544	9,360	10,870	8,340
YOY	-46.8%	-6.7%	-11.2%	16.1%	53.6%
EBITDA	30,637	30,494	28,469	29,524	18,049
YOY	-28.3%	-0.5%	-6.6%	3.7%	22.1%
EPS(円)	15.22	13.92	12.23	14.19	10.89
1株当たり配当金(円)	14.00	13.00	12.00	12.00	6.00

今後の見通し

### 貸借対照表

(単位：百万円)

	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期 2Q
流動資産	48,723	43,240	63,072	53,145	56,576
現預金	29,239	28,134	48,499	40,533	44,921
売上債権	486	459	563	469	463
非流動資産	132,213	145,944	142,043	131,826	130,739
有形固定資産	99,961	109,532	106,687	98,794	96,931
無形固定資産	1,029	3,991	3,833	3,545	3,460
資産合計	180,936	189,184	205,115	184,971	187,315
流動負債	31,380	30,838	38,496	39,643	37,754
仕入れ債務及びその他の債務	20,468	17,786	18,282	19,220	17,923
借入金	3,160	2,369	7,281	7,351	4,370
非流動負債	14,503	25,727	29,738	7,813	7,293
借入金	9,160	18,394	22,768	1,221	786
親会社所有者に帰属する持分合計	135,077	132,645	136,953	137,532	142,300
資本金	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
資本剰余金	10,129	12,883	12,741	12,741	12,741
利益剰余金	111,037	110,253	112,403	114,106	117,860
その他の資本の構成要素	-1,089	-5,202	-3,191	-4,315	-3,301
非支配持分	-24	-26	-72	-17	-32
資本合計	135,053	132,619	136,881	137,515	142,268
負債・資本合計	180,936	189,184	205,115	184,971	187,315

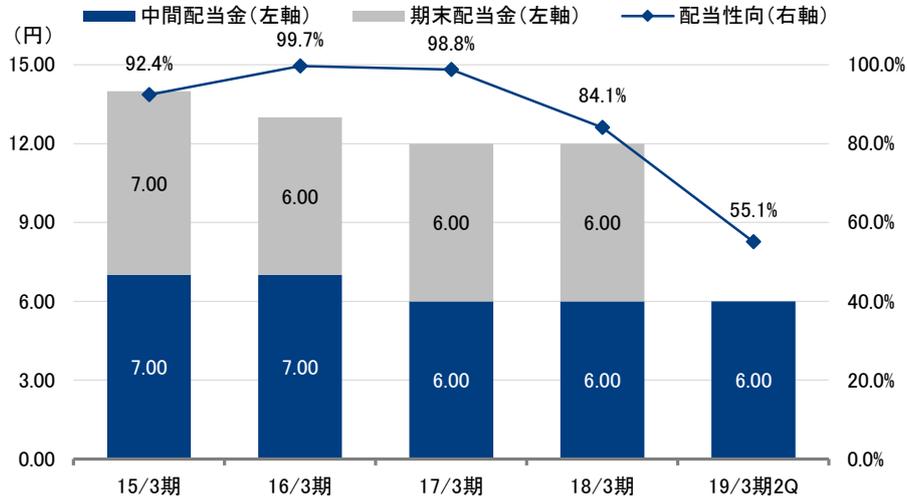
## 株主還元

### 2019年3月期の中間配当は6円とすることを決定

同社は株主還元の重要性については高い意識を有している。同社が継続的に発展するためには株主価値向上が重要だと認識が背景にある。このような考えのもと、安定した配当を出し続けることを基本方針としている。

2019年3月期第2四半期決算を踏まえ、同社は6円の中間配の実施を決定している。配当総額4,596百万円に対して親会社の所有者に帰属する当期利益は8,340百万円で、配当性向は55.1%となる。厳しい経営環境は継続しているが、第2四半期はローコストオペレーションの徹底で大幅増益となり、配当性向は前期までの水準から低下した。

株主還元

**配当金及び配当性向の推移**


出所：決算報告書よりフィスコ作成

## CSR/ESG の取り組み状況

働き方改革や女性管理職の育成・登用など、重要と見定めたテーマについて「地域のインフラ」として長期的な企業価値向上を目指す

### 1. CSR と長期的企業価値向上への取り組み

同社は上場企業として法令に則ったコンプライアンス経営と収益の最大化に取り組むのみならず、「地域のインフラ」（地域になくてはならない存在）となることを経営の軸に置きながら、CSR（Corporate Social Responsibility、企業の社会的責任）に高い意識を持って取り組んでいる。働き方改革や女性管理職の育成・登用など様々なテーマが議論されているなか、同社はこうした動きを先取りする形で、これらを重要なテーマと見定め、長期的な企業価値向上を目指している。

#### (1) 働き方改革への対応（重要テーマ：働きやすい職場環境）

同社は2018年5月に短時間勤務制度を拡充し、介護、妊娠、疾病等の事情を抱える社員にも利用可能としたほか利用回数の制限も撤廃した。また、働き方改革ではほかにも、シニア活用のための定年延長や非正規社員の正社員への転換、「健康経営宣言」の制定などを行っている。

## CSR/ESG の取り組み状況

**(2) 復興支援の取り組み (重要テーマ：地域社会との共生)**

同社は災害復興支援のための活動を継続的に行っている。2011年の東日本大震災に伴う東北3県への寄付金の合計額は6億円を大きく超えており、2016年熊本地震、平成30年7月豪雨への復興支援も行っている。また、現地で実際に汗を流す活動にも積極的だ。一例として、NPO法人桜ライン311が主催する、岩手県陸前高田市内の約170kmに渡る津波到達ラインに桜並木を創る植樹活動に、多くの社員が参加しており、会社としても社員のボランティア活動を支援している。

**(3) 女性管理職の育成と交流支援 (重要テーマ：ダイバーシティと人材育成)**

同社は社内に「なでしこチーム」を設置し、女性管理職育成に取り組んでいる。なでしこチームでは同業他社との間で女性活躍推進の担当者との意見交換などを重ねているが、今般、他業種の企業3社の担当者も招いて、「なでしこサミット2018」を開催した。今後も女性活躍に向けた取り組みを継続・強化していく方針だ。

**(4) 継続的な新卒採用の実施 (重要テーマ：ダイバーシティと人材育成)**

同社は業界で初めて大卒者の新卒採用を制度化した企業であり、事業環境の変動にもふれることなく、継続的に新卒採用を実施している。2018年度は91名(男性69名、女性22名)を採用した。今後も雇用計画に基づいて継続的な新卒採用を予定している。

**(5) 福祉施設での「トレパチ！」体験会の開催 (重要テーマ：地域社会との共生)**

同社は福祉施設専用パチンコ機「トレパチ！」を活用した体験会を2016年から継続的に実施している。入居者に楽しみやリハビリトレーニングを提供することを目的としたもので、今後も継続し、地域社会への貢献を実現していく方針だ。

**(6) 受動喫煙防止への取り組み (重要テーマ：楽しく安全な遊技空間の提供)**

同社は現在、店舗コンセプトに完全分煙を取り入れた「信頼の森」ブランド店舗24店舗と「ゆったり館」ブランドの2店舗の、合わせて26店で完全分煙を実施している。同社の残りの多くの店舗も、構造上は完全分煙対応が可能となっており、社会情勢や顧客の反応などを見ながら拡大を図るとみられる。

## 統合報告書を開示。非財務 (ESG) 情報を積極開示し、長期投資家との対話ツールを充実

### 2. ESG 対応の状況

同社は2018年5月29日にアニュアルレポート(「Annual Report 2018」)を開示した。香港証券取引所においては2017年よりESG情報の開示が義務化され、上場各社による非財務情報の開示が本格化している。同社のアニュアルレポートにおいても、前述のCSR活動を踏まえ、環境(E)、社会(S)に関する考え方や取り組みについての情報開示を充実させている。

## CSR/ESGの取り組み状況

また、同社のアニュアルレポートは「国際統合報告評議会」(IIRC)の定める国際統合報告フレームワークや、経済産業省が提唱する「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を意識した構成でまとめている。投資家と企業の一層の対話が望まれている環境下において、特にESGを含む長期的な視点を軸に企業価値の向上を目指すことが、長期投資家と企業双方の共通テーマとして認識されるようになってきている。同社の統合報告としての情報開示は、グローバルの長期投資家との対話姿勢を表すものとして評価したい。同社はまた、2018年7月にCSRレポート(「CSR Report 2018」)を開示しており、これもまた対話ツールとして重要な役割を果たすと期待される。

## ■ 情報セキュリティ

### プライバシーマークを取得するなど、個人情報の厳格な管理に努める

同社は固定客づくりの一環として、会員カードを発行している。総会員数は約400万人に上り、同社は会員の膨大な個人情報を保有している。こうしたことから同社は情報セキュリティには非常に高い意識を持って臨んでいる。具体的な施策としては、個人情報の適切な管理のための指針としてJIS(日本工業規格)で規定する「JIS Q 15001:2006」に適合する体制を整え、プライバシーマークを取得している。また同社は、パチンコホール経営企業の第三者評価機関であるパチンコ・トラスティ・ボード(PTB)から、経営体制全般についての評価を定期的に受けているが、情報セキュリティを含む項目に関しては最高の「AAA」の評価を継続して獲得している。こうした状況から、同社は十分な情報セキュリティ体制を構築済みであると弊社では評価している。

#### 重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ